

泡沫

BUBBLE

HOW TO SURVIVE IN THE
ERA OF FINANCIAL TURMOIL

金融大动荡时代的生存之路

经济危机与泡沫是什么关系？

郝一生 著

经济危机为什么会爆发，有没有办法根治？

泡沫如何度量？

泡沫 BUBBLE

HOW TO SURVIVE IN THE
ERA OF FINANCIAL TURMOIL

金融大动荡时代的生存之路

郝一生 著

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫：金融大动荡时代的生存之路 / 郝一生 著. — 北京：东方出版社, 2015.9
ISBN 978-7-5060-8457-4

I. ①泡… II. ①郝… III. ①泡沫经济—研究 IV. ①F113.7

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第221014号

泡沫：金融大动荡时代的生存之路

(PAOMO:JINRONG DADONGDANG SHIDAI DE SHENG CUN ZHI LU)

作 者：郝一生

责任编辑：郭 国

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区朝阳门内大街166号

邮政编码：100706

印 刷：三河市金泰源印务有限公司

版 次：2015年11月第1版

印 次：2015年11月第1次印刷

印 数：1—5 000册

开 本：710毫米×960毫米 1/16

印 张：21

字 数：242千字

书 号：ISBN 978-7-5060-8457-4

定 价：42.00元

发行电话：(010) 64258117 64258115 64258112

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 64258029

序

人类还不能治愈的疾病，大多是因为不知道病因，包括癌症。泡沫，就是经济躯体的一种“癌症”。

迄今为止，由于不是真的知道什么是泡沫，人们也就一直不清楚如何度量泡沫。以致经济活动中的几乎所有动荡、颠簸、萧条、失业、收入减少、莫名其妙的破产等等，都找不到原因。

前美联储主席格林斯潘睿智地说：“泡沫？没有崩溃之前就不是泡沫。”这句看似充满智慧、经验和哲理的名言，实际上本身就存在着无法解释的内在矛盾。

如果在崩溃之前不是泡沫，那么就意味着泡沫是其他东西，突然一下子就变成了泡沫。那么，这种东西是什么，为什么会突然变成泡沫？如果崩溃之前始终存在泡沫，那么泡沫是什么，有多大，如何度量？

对泡沫的无知，使整个社会，包括政府始终不能做出理智的判断和抉择，因此也就每每被泡沫欺凌得束手无策。

泡沫，如果像一个装满金币的钱袋，直到金币把这个钱袋撑破一定是有一个过程的。而且从总量上说，如果社会上的这么多金币，都进了这个钱袋，怎么可能没有迹象、没有动静？怎么可能无法察觉？

本书就是要首先完成对泡沫流量和存量的计量。这不仅可以度量泡沫，而且可以帮助我们辨识泡沫与经济周期、金融危机和经济危机的内在关系。

自1636年荷兰“郁金香泡沫”以来，泡沫就没有停止过兴风作浪；自1825年以来近200年，经济危机就一直折磨着人类，让人觉得市场经济就像在波澜起伏的茫茫大海上颠沛流离、跌宕起伏的一条小船。

那么，金融危机和经济危机为什么会爆发，有没有办法根治？金融危机和经济危机是不是两种根本不同的危机？经济危机与泡沫是什么关系？是否存在因果关系？1990年泡沫崩溃后的日本经济为什么在25年内一蹶不振？2008年的全球金融风暴为什么在美国爆发？

所有这些问题，一直纠缠和困扰着我，多少年来虽搜肠刮肚，却百思不得其解。

2008年的全球金融风暴再一次告诉人们，世界性经济危机还会再来。也正是这次危机，帮我们推开了破解经济危机的大门，让我如梦初醒。

当醒悟到“原来如此”的那一刻，我的心脏怦怦地跳得像一个初恋的孩子。

从一开始，我就深深知道解开这些难题的难度之深、工作量之大，所以不敢有半点疏忽、不曾有一日懈怠，直至搁笔，也未能如释重负。

感谢上帝给了我好奇心、求知欲和刨根问底、怀疑一切的秉性，

让我没有轻易放弃完成这部书的勇气。

挑战丈量泡沫、揭秘经济危机和经济周期根源，这么巨大的课题，并非我的初衷。2008年以来，冥冥之中似乎有一只手，牵着我走到今天。回头看来，在多数人的冷眼中，我倒觉得自己像一个虔诚修行的苦行僧。

那么，在这样一个泡沫的金融大动荡时代，普通的平民百姓如何更好地生存呢？在这样的大动荡时代，我们到底应当做什么、能够做什么？希望本书能对您的选择有所助益。

也许，如果我们真的弄清了泡沫和经济危机的病因，那么距离彻底根治这种癌症，也许就不那么遥远了吧。

郝一生

2015年春于北京

目 录

第一章 泡沫跌宕秘史 / 003

郁金香传奇 004 ※ 南海泡沫：赌风的回报 006 ※ 密西西比：南海的孪生兄弟 011 ※ 蒸汽铁路股：投资与投机的天赐良机 014
※ 1825 年：泡沫第一次肇事 015

1856 年：华尔街的第一次骚乱 018 ※ 德国也疯狂 022 ※ 1929 年：泡沫大崩溃 024 ※ 美国 1987 年：没有引爆的塌方 032
※ 1990 年：日本泡沫的超级过山车 033 ※ 曲终人散 037

泡沫带来的失血 038 ※ 2000 年：美国科技股泡沫风潮 039
※ 2007 年：中国泡沫的青春期骚动 042 ※ 泡沫交叉萎缩的万幸 042 ※ 一蹶不振的楼市泡沫 044

房价泡沫中的趁火打劫 045 ※ 中国房地产是否安全 047 ※ 中国泡沫热钱的诡异 050 ※ 2008 年：泡沫崩溃的全球风暴 052
※ 海啸的冲击波 055 ※ 2015 年：中国与经济危机擦肩而过 061

第二章 度量泡沫 / 067

泡沫到底有多大 067 ※ 资产泡沫计算法 069 ※ 中国的泡沫存量 072 ※ 中国的房地产泡沫增量 080 ※ 中国式“圈地运动” 083 ※ 美国：世界泡沫大户 085

房地产泡沫并非 2008 年金融风暴元凶 086 ※ 泡沫总量说：泡沫压力与泡沫系数 088 ※ 日本 1990 年的泡沫系数 089 ※ 美国泡沫系数的轨迹 090 ※ 中国的泡沫系数 091 ※ 衍生品：金融投机市场的怪胎 094

第三章 经济危机：泡沫的私生子 / 103

生产过剩导致危机是一个世纪错觉 106 ※ “有效需求不足”的始点与终点 111 ※ 2008 年金融风暴造成的“恐缩” 113 ※ 产能过剩证明生产没过剩 115

库存总量增加未必是生产过剩的标志 118 ※ “市场成本”的常态：生产相对过剩 119 ※ 市场成本有多大 120 ※ “恐缩”的反制 123 ※ 金融危机是“炒”出来的 125

“吓”出来的经济危机 127 ※ 1929 年的“被”过剩 129 ※ 直面危机：古典经济学的无奈 130 ※ 危机理论面面观 131 ※ 被凯恩斯“革命”颠倒了乾坤 134

“消费券”证明：需求并不是可以拉动的 137 ※ 经济危机的破坏力和破坏强度 139 ※ 经济周期=泡沫周期 144 ※ 货币痉挛：危机预警信号 145 ※ 中国：典型的货币痉挛 145

美国货币痉挛的表现 147 ※ 日本也不例外 150 ※ 货币主义与中国“钱荒” 152 ※ 中国的金融黑洞有多大 153 ※ 逼出来的地方融资平台 154 ※ 中国：正在逼近的衍生品投机凶险 159
※ 凤凰涅槃：经济危机不可避免吗 161

第四章 挑战泡沫：格林斯潘错在哪 / 165

曾为挑战泡沫疲于奔命 165 ※ 两大误判 167 ※ 只管跌不管涨的“格林斯潘对策” 168 ※ 错在不懂泡沫 172 ※ 泡沫的“紧箍咒” 摘不得 173

单纯调利率对抑制泡沫管用吗 174 ※ 日本也不例外 175 ※ 输在没有“差别化政策”利器 178

第五章 泡沫崩溃的前兆 / 181

利空不空，利多不多 181 ※ 板块联动 182 ※ 外资撤离 183 ※ 黑市利率上涨到高利贷水平 183 ※ 涨息引爆 183 ※ 不受待见的“乌鸦嘴” 184 ※ 幸运的艺术品 185 ※ 丑闻曝光 187

物价刹不住车 188 ※ 机构挤兑 189 ※ 为什么不能为国际金融危机上保险 193 ※ “影子银行”的推波助澜 195 ※ 政府护盘 196 ※ 于无声处 197

第六章 泡沫大动荡时代：谁会最后的赢家 / 199

股市中的骗局：股市 = 黑市？ 200 ※ 金环蚀：腐败与泡沫共舞 202 ※ 大兼并时代：千载投机良辰 205 ※ “财术”：日本股

市投机的圈内游戏 208 ※ 大也挡不住倒 213 ※ 卓别林的抉择 214 ※ 实体企业的无奈 215

第七章 凯恩斯和哈耶克谁错了 / 217

撞入八卦阵的经济学 217 ※ 怎么区分菜市场 and 赌场 225 ※ 哈耶克的软肋 227 ※ 凯恩斯大师：书生误国 231 ※ 先分泾渭，再论清浊 233 ※ 二元经济学要略 236

二元经济学的理论框架 240 ※ 泡沫的基本特性 241 ※ 融资 + 投机 = 金融市场二重性 242

第八章 直面经济泡沫法 / 245

谁该为经济危机埋单 252 ※ 该不该提高金融市场的门槛 253 ※ 对金融投机该怎么收税 257 ※ 泡沫崩溃之际：放任还是救市 258 ※ 信用保险要不要买 263

第九章 金融大动荡时代：适度泡沫与政府 / 269

赌博与投机 269 ※ 商业投机与泡沫 270 ※ 赌场：伟大的社会进步 275 ※ 从“博傻”到投机理论 278 ※ 资本主义与投机主义 285 ※ 实体与虚拟：打不赢的战争 286

金融投机 or 重投资主义 287 ※ 资本自由化的苦辣辛酸 291 ※ 泡沫与收入增长 297 ※ 泡沫下的繁荣 298 ※ 适度泡沫与政府 302 ※ 资本控制的得与失 307

参考资料 / 311

跋 / 319

泡沫像一种瘟疫，它几乎总是定期发作，时而沮丧、时而癫狂，弄得人类的正常经济活动跟着上下颠簸、反复无常。不论人们是厌恶还是期待，泡沫都成了一个经济机体上定期发作、切割不掉的恶性肿瘤。

2009年，刚刚走马上任的奥巴马就呼吁，警惕“泡沫一破灭一新泡沫”的不良循环模式。他引用《圣经》的典故比喻：“建立在疯狂投机、虚高房价、滥发信用卡基础上的经济不能创造长久财富。”^①

习近平主席在2013年考察中国老牌企业——武汉重型机床集团有限公司时感慨：“我们这么一个大国要强大，要靠实体经济，不能泡沫化。”^②

虽然所有的人都在议论泡沫，但迄今为止还没有人能够说清：到底什么是泡沫，泡沫有多大，泡沫能否根治，泡沫如何预防？泡沫与经济危机和经济周期是什么关系，泡沫引起的经济动荡和恐慌，最终会增加多少失业、倒闭和收入的减少？

中国股市在“杠杆”的强力推动下，在2015年5月28日至8月28日的三个月中，上演了上证指数在5100～3300点之间、涨跌幅度超过35%的“股灾连续剧”。中国似乎也开始进入了金融大动荡的泡沫时代。在这样一个时代，政府可以做什么？作为平民百姓，应当如何生存？

① 美国《政治周报》，2009年4月18日。

② 《京华时报》，2013年7月22日。

第一章 泡沫跌宕秘史

泡沫（Bubble）一词，最早源于1720年英国南海泡沫中对那些以各种千奇百怪的名义（永动机制造、超能智力开发等）招摇撞骗，发行股票后携款“蒸发”、逃之夭夭的那些泡沫公司。

今天，经济学中资产泡沫（Asset Bubble）是指：投机资本炒作造成的资产价格大起大落式的剧烈波动。这时的资产泡沫，不再是200多年前虚无缥缈的金融欺诈，而是一种明码标价的金融博弈中，资产价格的跌宕起伏引发的周期性经济动荡。

对于泡沫，世界经济危机专家金德尔伯格的定义是：资产价格泡沫，就是指产品和资产价格向上波动超出了一定范围，并最终破裂的经济现象。^①

很遗憾，以上解释至少存在如下问题：1. 没有说明资产泡沫剧烈波动的根源是投机，投机和经济泡沫并不创造新的价值；2. 资产泡沫不仅会膨胀，也会萎缩，如1990年以后的日本和2012年的中国；3. 泡沫的来源是既往财富或资产价值随资产价格的转移；4. 这种定义没能给出一个泡沫定量计算的方法。

那么，泡沫到底是什么，到底有多大呢？

^① 余斌、李建伟：《资产泡沫：国际经验与我国现状》，中国发展出版社，2011年版。

泡沫，是以投机资本炒作后，资产价格大起大落为特征的一种财富异化现象。泡沫不仅会膨胀、也会萎缩，但是泡沫并不创造新的价值。泡沫的过度胀缩，总会对国民经济的正常发展产生负面影响。

泡沫的最佳状态，是泡沫的增长率保持在收入增长率附近的稳定状态。但是，迄今为止“适度泡沫”还不过是一个玫瑰色的理想状态。没有政府的干预，泡沫永远不会自发地保持理性安稳的状态。

郁金香传奇

人类最早的泡沫狂潮，发生在资本主义生产方式诞生前的欧洲。

在市场经济早期的 1637 年，荷兰商业投机引发的郁金香泡沫拉开了人类经济泡沫的序幕。当时，欧洲人不再是为了养殖观赏，而是为了转手套利疯狂抢购这种从土耳其引进的花卉。虽然所有新入行的人，会被讥讽为“窑子里新来的姑娘”，但还是几乎所有人都想在这种球茎价格的疯狂飞涨中一掷千金。

1634 年年底，原来每盎司仅 1.5 荷兰盾的这种花卉植物，一粒郁金香球茎的价格冲到了相当于 20 吨黄油的价格水平。一株名为“永远的奥古斯都”的郁金香，在三年后的 1637 年，售价高达 6700 荷兰盾。这笔钱相当于当时一个荷兰人 44 年的工资，并足以买下阿姆斯特丹运河边的一幢豪宅。人们纷纷将财产变换成现金，投机这种花卉的球茎。

到 1637 年，郁金香的价格涨幅达到 5900%。不是郁金香值这么多钱，而是人们觉得炒作它可以赚更多钱。到后期，郁金香的所有交易变成了全凭信用凭证的“空气交易”，永远不可能真正兑现，因为

它们根本不存在。

极端总是崩溃的开始，当所有人都感到危险的时候，泡沫在一瞬间崩溃。仅仅 7 天后，郁金香的价格平均下跌 90%，一些普通品种的价格甚至不如一颗洋葱的售价。混乱之下，荷兰政府于 1637 年 4 月决定终止所有合同，禁止所有投机式的郁金香交易，千家万户随之倾家荡产。

经济危机著名专家加尔布雷斯推断：郁金香价格的崩溃以及因之导致的赤贫，给荷兰以后数年的经济生活带来了严重的影响，用现在的术语来说，是使之陷入了经济大萧条。^①但在郁金香泡沫崩溃后，荷兰的房地产价格只是回到了泡沫之前的原点，似乎当时并没有发生真正意义上的经济危机。

泡沫的这次癫狂给予投机狂潮重重一击，也给当时的其他欧美国家打了一次预防针，此后欧美的经济泡沫安息了差不多一个世纪。

中国在 20 世纪 80 年代初期，也出现过一次花卉泡沫——君子兰热，原本一株几元钱的普通花卉，被炒到最高数万元，全国上下一株难求。

君子兰热与郁金香泡沫的区别在于，前者是在那个官本位的极盛期，满足不断地给某些政府官员送礼的需求，而后者只是为了金钱而投机。虽然权钱交换最后也可以折算为金钱，但仅从行为出发点比较，后者也许还是比前者干净些。

① 刘宪：《资产泡沫的分类及其与经济增长之间的关系研究》，第 127 页。

南海泡沫：赌风的回报

一百年后的 1720 年，英国的南海公司股票疯涨狂跌导致的泡沫崩溃，给当时所有投机者再泼了一盆冰水：以政府担保为背景的商贸公司也会破产。

英国的股票交易作为“金融革命”和 1688 年的“光荣革命”几乎是一对双胞胎。经济上的富裕带来的投机交易热，与政治上的权钱交换一样，以和平的契约交易方式展开。

1694 年成立的英格兰银行在背后帮衬。其背后，是威廉政府利用民众的赌博心理来筹措军费对抗法国，于是就有了 1694 年发行的第一张英国政府彩票——“百万大冒险”。中头奖的人可以连续 16 年，每年领取 1000 英镑，没有中奖的人每年也可领取 1 英镑。10 英镑一张的彩票很快被抢购一空。

正如笛福一针见血地判断：“股票买卖就是赌博，……都是掷骰子的游戏。”可怕的是：“当政治人物变成股票经纪人时，国家就有可能被当成股票卖掉。”^①

当时，在稍微有点钱的人们中间，赌风相当盛行。在交易胡同的咖啡馆里，为了某一件公共或私人事件而下注打赌随处可见，从赌徒向投机家的转变成为当时有钱人的典型特征。

博彩和赌博的兴盛极大地促进了保险业的兴起，保险最初只是赌博的一部分。投保人得到的补偿，实际上是由赌资的一部分来保障的。经纪人承揽各种保险：从“拦路抢劫险”到“妇女贞操险”，甚

^① 爱德华·钱塞勒：《金融投机史》，机械工业出版社，2013 年版，第 44 页。